

# Fusioner är nödvändiga

**ESSÄ/ Strukturomvandling.** Fusioner sker i perioder av stora förändringar av samhällsekonomin och är oundvikliga reaktioner på nya förutsättningar. Fusioner skapar också drivkrafter för innovationer. Men det finns en risk för högre konsumentpriser.

Av Pehr-Johan Norbäck och Lars Persson

*Docenter i Nationalekonomi*

**D**et påstås ofta att företagsfusioner är drivna av företagsledares ambitioner att bygga imperier och varken är lönsamma för aktieägare eller till gagn för samhället. Exempelvis skriver *The Economist* (3/2 2005) att "despite claims that lessons had been learnt, the 1990s merger wave was as damaging as any before it". Låt oss inledningsvis granska påståendena om imperiebyggande ambitioner som drivkraft innan vi tar oss an de samhällsekonomiska effekterna av fusioner.

Ekonomisk forskning ger faktiskt inget stöd för tesen att fusioner i allmänhet drivs av imperiebyggande. En indikation på att ett sådant motiv skulle vara dominerande vore att fusionerade företag har sämre utveckling av aktiekurser än övriga företag. Det finns förvisso exempel på perioder under vilka fusioner har lett till minskade aktievärden. Till exempel visar Moeller, Schlingemann och Stulz (2005) att ett antal större fusioner under perioden 1998–2001 ledde till förluster för aktieägarna.

Men den samlade bilden av effekter av fusioner på aktievärden ger inget stöd för imperiebyggartesen. Så finner Andrade, Mitchell och Stafford (2001) i en översikt av empiriska studier av fusioner i USA att dessa i genomsnitt skapat mervärde för de fusionerade företagens aktieägare jämfört med icke fusionerade företag. Även andra övergripande studier ger en likartad bild (se till exempel Stennek, Verboven och Röller (2001)). Samtidigt finns det empiriska studier som visar att fusioner kan leda till försämrade vinstutveckling för de fusionerande företagen. Detta skulle kunna stödja tesen att fusioner drivs av imperiebyggarmotiv. Men som Fridolfsson och Stennek (2005) visar finns det rationella skäl för företag att genomföra förvärv som försämrar vinstutvecklingen i situationer när förvärv syftar till att föregripa alternativa förvärv som skulle skada företagets vinst ännu mer. Vår slutsats är att marknadskrafternas krav på lönsamhet begränsar möjligheterna att genomföra imperiebyggande fusioner och

att dessa är ett mindre problem i sammanhanget.

Hur förhåller det sig då med de samhällsekonomiska konsekvenserna av fusioner? Är de negativa som en del menar? Det är framför allt två typer av effekter som är betydelsefulla: (a) effekter på företagets effektivitet och (b) effekter på företagets marknadsmakt, det vill säga möjligheten att sätta höga konsumentpriser. En fusion kan ge effektivitetsvinster av en rad olika skäl. Med ökad försäljning kan företag bättre utnyttja stordriftsfördelar i forskning och utveckling, produktion och distribution och därigenom bli mer effektiva. Effektivitetsvinster kan också genereras av att de sammanslagna företagets tillgångar är komplementära. Ett företag kan till exempel ha ett starkt varumärke men sakna effektivt distributionsnät. Ett annat företag med ett starkt distributionsnät kan då förvärva detta företag och kombinera dessa olika företagsspecifika tillgångar och därigenom skapa effektivitetsvinster. Fusioner kan emellertid också leda till betydande sammanslagningskostnader. Exempelvis kan ineffektiviteter uppstå när olika företagskulturer skall jämkas samman eller när stora omskolningsprogram måste genomföras. Det minskade antalet aktörer på marknaden efter en fusion tenderar också att leda till högre konsumentpriser och därigenom till samhällsekonomiska kostnader.

[Till toppen](#)

MEN FUSIONER SPELAR framför allt en mycket stor roll för strukturomvandling. De sker huvudsakligen i perioder av stora förändringar av samhällsekonomin. Exempelvis visar Mitchell och Mulherin (1996) att förändringar i regelverk, oljeprischocker, ökad utländsk konkurrens och finansiella innovationer förklarar en stor del av fusionerna i USA under 1980-talet. Denna typ av fusioner har potential att generera stora samhällsekonomiska vinster.

I tider av stark teknologisk utveckling besitter till exempel nystartade företag ofta kompetens för att utnyttja den nya teknologin, medan etablerade företag besitter industrispecifika kunskaper inom marknadsföring och produktion. För de etablerade företagen skulle det ta mycket längre tid och vara mycket kostsammare att bygga upp den tekniska kompetensen genom nyinvesteringar. På motsvarande sätt är det ofta ekonomiskt ogörligt eller åtminstone kraftigt fördyrande för nyetablerade företag att själva skapa nödvändiga marknadskanaler. En snabb fusionsdriven omstruktureringsprocess kan därför avsevärt skynda på den industriella utvecklingen.

Ett antal nyutkomna empiriska studier bekräftar att fusioner överför teknisk och administrativ kompetens mellan företag. Maksimovic och Phillips (2001) finner i en mycket omfattande studie av effekter av ägarbyten på produktionsanläggningar i amerikansk tillverkningsindustri åren 1974 till 1992 att dessa innebar att ägare med låg produktivitet sålde produktionsanläggningar till ägare med hög produktivitet, vilket skapade produktivitetsvinster i aggregatet. Jovanovic och Rousseau (2002) studerar förändringsprocessen av tillverkningsindustrin i USA, dels i samband med elektrifieringen 1890–1930, dels i samband med införandet av informationsteknologin 1970–2000. De visar att fusioner var viktiga för införandet av de nya teknologierna i ekonomin. Av Andrade och Stafford (2004) framgår att fusionerna i den amerikanska tillverkningsindustrin under 1970- och 1980-talet bidrog till en effektiv konsolidering av industrier med överskotts kapacitet, medan fusionerna på 1990-talet bidrog till att flytta kapacitet till starkt växande företag och branscher.

Fusioner skapar också drivkrafter för innovationer. I den svenska debatten

stöter man ofta på uppfattningen att tillväxtproblemen i den svenska industrin framför allt beror på att vi inte har så många små snabbväxande teknologibaserade företag. Förvärv av små innovativa företag skulle enligt detta synsätt försämra förutsättningarna för den innovativa processen genom att hindra utvecklingen av nya företag. Men i ljuset av den nya forskningen, vilken betonar förvärvens roll i omvandlingsprocessen, skulle en fungerande uppköpsmarknad för småföretag snarare underlätta en snabbare industriell utveckling. Etablerade företag kan ofta utnyttja uppfinningar mer effektivt eftersom de innehar företagsspecifika tillgångar, såsom fungerande distributionsnät och produktionsanläggningar. En fungerande uppköpsmarknad med konkurrens om små innovativa företag innebär att uppfinnaren får en stor del av det värde som skapas av uppfinningen, vilket skapar incitament till innovationer.

Fusioner kan alltså vara ett effektivt medel att omstrukturera industrier och förbättra företagens lönsamhet. De kan också gynna konsumenterna, dels genom att nya produkter tas fram, dels genom att kostnadsänkningar leder till att företagen finner det lönsamt att sänka priserna. Det senare förutsätter dock att konkurrensen inte avsevärt hämmas som en konsekvens av fusionen. Det minskade antalet aktörer på marknaden efter en fusion tenderar att leda till mindre konkurrens, vilket kan leda till högre konsumentpriser och därigenom till samhällsekonomiska kostnader. Om inträdesbarriärerna på marknaden är så höga att det är svårt för nya aktörer att etablera sig kan denna prishöjning leda till en långvarig samhällsekonomisk ineffektivitet. Finns det då empiriskt stöd för antagandet att fusioner leder till prishöjningar? Stennek, Verboven och Röller (2001) slår i en översiktsartikel fast att det finns få empiriska studier av effekter på produktmarknadspriser av fusioner, men att de studier som gjorts visar att fusioner tenderar att öka konsumentpriserna. Det finns således anledning att utvärdera konkurrens effekter av fusioner för att skydda konsumenterna.

Det finns också ny forskning som tyder på att en kombination av marknadsmakt och konkurrens genererar de största incitamenten för innovationer. En viss grad av marknadsmakt är nödvändig för att företag skall kunna täcka de kostnader som uppstår i samband med forsknings- och utvecklingsprojekt. Samtidigt måste det finnas konkurrens om att göra dessa framtida vinster, eftersom företagen annars inte satsar på forskning och utveckling i tillräckligt stor utsträckning, utan i stället använder gammal teknik. Aghion et al. (2005) påvisar i en studie av brittisk industri att investeringar i forskning och utveckling är högst på marknader med medelhög konkurrens. Fusioner som höjer priserna på kort sikt kan därmed vara långsiktigt samhällsekonomiskt effektiva genom att främja produktutveckling och kostnadsbesparingar.

[Till toppen](#)

FUSIONER ÄR ALLTSÅ nödvändiga för en effektiv strukturomvandling, men riskerna att fusioner på mycket koncentrerade marknader kan leda till prishöjningar som skadar konsumenter måste anses stora och bör därmed kontrolleras. Frågan är emellertid vilken omfattning förvärvskontrollen skall ha. En aktiv konkurrens politik introducerades först i USA. De huvudsakliga amerikanska antitrustlagarna infördes kring förra sekelskiftet – Sherman Act 1890 och Clayton Act 1914 – som reaktion på den monopoliseringsvåg som amerikansk industri genomgick under slutet av 1800-talet. Dessa lagar har sedan fått efterföljare i nästan alla utvecklade länder. De ursprungliga amerikanska lagarna syftade i hög grad till att begränsa trusternas politiska inflytande, medan

däremot de flesta länders konkurrenslagar i dag syftar till att skydda konsumentintresset, eftersom konsumenterna som grupp är svagare och mindre aktiv än företagen.

De flesta länders förvärvskontroll berör endast de fusioner där riskerna för prishöjningar bedöms som störst. I praktiken innebär detta att endast de fusioner där de inblandade företagen har en mycket stor marknadsandel och en mycket hög omsättning kontrolleras. I Sverige måste ett förvärv anmälas till Konkurrensverket om a) företagen tillsammans har en årsomsättning som överstiger 4 miljarder kronor och b) minst två av de berörda företagen vardera har en årsomsättning i Sverige som överstiger 100 miljoner kronor. Vi menar att denna begränsning av förvärvskontrollen till större fusioner är motiverad, eftersom man i utformningen av fusionskontrollen måste ta hänsyn till hur denna kan förväntas fungera i praktiken. Att korrekt bedöma effekterna av fusioner fordrar mycket stor kunskap och information om företagen som är involverade i fusionerna och om industrierna de verkar inom. Uppgiftslämnandet vid fusionskontroller kan därför bli mycket omfattande och skapa stora administrativa kostnader för företagen.

Vidare förefaller det inte praktiskt möjligt att bygga myndigheter med sådan omfattande kunskap om ett stort antal företag och industrier. En alltför omfattande förvärvskontroll riskerar därför att leda till felbedömningar av effektivitets- och priseffekter av fusioner, vilket i sin tur kan leda till att fusioner som skulle ha varit till gagn för samhället stoppas. En mycket omfattande förvärvskontroll innebär också att dess inverkan på samhällsekonomin i stort ökar. Detta kan i sin tur leda till att olika särintressen i större utsträckning kommer att inverka på förvärvskontrollprocessen, vilket kan förväntas leda till ineffektiviteter.

Förvärvspolitikerna har först under senare år fått betydelse i Sverige. Först 1982 infördes en konkurrenslag med särskilda regler om kontroll av företagsförvärv i Sverige. 1993 utformades en ny konkurrenslag som hämtade sin förebild i EG:s konkurrensrätt och sedan dess har 1 815 förvärv anmälts till Konkurrensverket. Av dessa har 63 ärenden gått till särskild undersökning, varefter 5 tagits till Stockholms tingsrätt. Denna utveckling av förvärvskontrollen har varit väl motiverad. Under de senaste åren har Konkurrensverket blivit alltmer aktivt i sin prövning av företagsförvärv, vilket ställer allt högre krav på myndigheter och domstolar. Framför allt gäller detta i förvärvsbeslut, då en av de potentiellt stora vinsterna av fusioner är att de snabbt omstrukturerar industrier. Det innebär att resurser måste tilldelas myndigheter och domstolar så att snabba och effektiva beslut kan fattas i förvärvskontrollfrågor.

[Till toppen](#)

I EN GLOBAL EKONOMI finns en internationell aspekt av förvärvskontrollen eftersom många fusioner är gränsöverskridande. För konkurrensmyndigheten innebär detta att man måste särskilja effekterna på inhemska och utländska konsumenter och inhemska och utländska företag, men enbart beakta effekterna på inhemska konsumenter och företag. I den svenska debatten påstås ofta att många av de utländska företagsförvärv som skett i Sverige under senare tid inte är till gagn för samhället, och att svenska uppköpta företag som till exempel Volvo Personvagnar, Pharmacia och Astra skulle ha klarat sig bättre på egen hand. Men förvärv drivs ofta av att förutsättningarna på marknaden radikalt har förändrats, och den relevanta frågan är inte hur dessa uppköpta svenska företag fungerade före fusionerna, utan hur de skulle ha klarat sig i den nya marknadssituationen.

Troligtvis skulle ett flertal ha klarat sig sämre eftersom fusioner i tider av stora förändringar har visat sig vara oundvikliga för att snabbt ställa om till nya marknadsförutsättningar.

I vissa situationer är det tänkbart att det finns ett alternativt svenskt företag att fusionera med. Är en helsvensk fusion då att föredra? Om så är fallet skulle en förvärvskontroll som favoriserar helsvenska fusioner i syfte att skapa så kallade "national champions" vara motiverad. En helsvensk fusion skulle vara att föredra om den skapar stora synergier men inte hämmar konkurrensen på den svenska marknaden, samtidigt som den svenskutländska fusionen skapar små synergier och hämmar konkurrensen på den svenska marknaden. Men eftersom antalet möjliga utländska fusionspartners är avsevärt högre än antalet svenska, måste fallen när synergier blir avsevärt större med svenska partners anses som relativt sällsynta. Vidare visar Horn och Persson (2001) och Norbäck och Persson (2004) att nationella fusioner kan vara drivna av en vilja att hindra utländska företag från att komma in på den inhemska marknaden. Helsvenska fusioner riskerar därför i högre grad leda till att konkurrensen på den svenska marknaden hämmas. I detta perspektiv ter sig en fusionskontroll som diskriminerar utländska ägare föga attraktiv.

Det finns dock andra aspekter som kan tala för en diskriminerande politik mot utländska förvärv. Höga svenska ägarskatter eller allmänt dåliga ägarinstitutioner i Sverige riskerar att leda till ineffektiva utländska förvärv. Ineffektiva ägare i länder där ägandet är mer gynnat, exempelvis genom låga skatter, kan förvärva företag med effektiva svenska ägare eftersom skattekostnaderna för de utländska ägarna blir lägre. Ett sådant utländskt förvärv innebär att svenska konsumenter skulle drabbas eftersom företaget drivs mindre effektivt. Fusioner med utländska företag kan också medföra att huvudkontoret, med tillhörande företagsledning och funktioner som forskning och utveckling, utlokaliseras, vilket skulle kunna skada den svenska samhällsekonomin (se till exempel diskussionen av effekterna av fusionen mellan Pharmacia och Upjohn i Waluszewski 2003). Som argumenterats ovan kan dock svenskutländska fusioner i allmänhet förväntas vara de samhällsekonomiskt mest önskvärda förvärven. Med tanke på detta och riskerna för myndigheters felbedömningar ter sig särskilda regleringar av gränsöverskridande fusioner kontraproduktivt. Effektiva institutioner och skattesystem som i ett internationellt perspektiv inte leder till snedvridningar är viktigare för att säkerställa en effektiv strukturomvandling i Sverige och tillvarata de tillväxtpotentialer som globaliseringsprocessen medför.



PEHR-JOHAN NORBÄCK

*Docent i nationalekonomi, verksam vid Industriens Utredningsinstitut (IUI).*

LARS PERSSON

*Docent i nationalekonomi, verksam vid Industriens Utredningsinstitut (IUI).*

[Till toppen](#)

**Referenser:**

Aghion, P., N. Bloom, R. Blundell, R. Griffith & P. Howitt, "Competition and Innovation: An Inverted U-relationship", under utgivning 2005, *Quarterly Journal of Economics*.

Andrade, G., & E. Stafford, "Investigating the Economic Role of Mergers", *Journal of Corporate Finance* v10, n1 2004, s. 1–36.

Andrade, G., M. Mitchell & E. Stafford, "New Evidence and Perspectives on Mergers", *Journal of Economic Perspectives* v15 n2 2001.

Fridolfsson, S.-O., & J. Stennek, "Why Mergers Reduce Profits and Raise Share Prices – A Theory of Preemptive Mergers", *Journal of the European Economic Association* nr 3 2005, s. 1083–1104.

Maksimovic, V., & G. Phillips, "The Market for Corporate Assets: Who Engages in Mergers and Asset Sales and Are There Efficiency Gains?", *Journal of Finance* v56, n6 2001, s. 2019–65.

Mitchell, M., & J. Mulherin, "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity", *Journal of Finance* v56, n6, 2001, s. 2019–65.

Moeller, S., F. Schlingemann & R. Stulz, "Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-Firm Returns in the Recent Merger Wave", *Journal of Finance* v60 2005.

Norbäck, P.J., & L. Persson, "Privatization and Foreign Competition", *Journal of International Economics* vol. 62, nr 2 2004, s. 409–416.

Horn, H., & L. Persson, "The Equilibrium Ownership of an International Oligopoly", *Journal of International Economics* vol. 53, nr 2 2001, s. 307–333.

Jovanovic, B. & P. Rousseau, "Mergers as Reallocation", National Bureau of Economic Research, Inc., NBER Working Papers: 9279, 2002.

Stennek, J., F. Verboven & L.-H. Röller, "Efficiency Gains from Mergers", *European Economy* nr 5 2001, s. 31–128.

Waluszewski, A., "Ur Pharmaciasaska reste sig ingen Fågel Fenix", *Axess* nr 2 2003.

[Till toppen](#)